

EU 証券市場規制の改正に向けた動き

2000年11月、EU証券市場規制（投資サービス指令：Investment Services Directive）の改正に関する3つの文書が発表された。発表された文書のうち、二つは、欧州委員会がISDの改正検討事項を抽出したものであり、残りの一つは、ECOFIN（経済相・蔵相理事会）がISDの改正を迅速に実施する手続きを検討する目的で設置した賢人委員会（the Committee of Wise Men）の中間報告である。ISDの改正は、1998年からEUで進められている金融市場規制改革で、検討課題の一つに指定されている。今回発表された文書は、いずれも、ISDの改正の方向性を示しているという意味で重要である。

1. 投資サービス指令（Investment Services Directive）

投資サービス指令（ISD）¹とは、1993年に制定されたEUの証券市場規制である。各加盟国は、この指令の内容を国内法化し、それに基づいて自国で証券市場規制を行うことが義務づけられている。ISDは、証券業に対する最低限の統一免許基準を設定し、加盟国間で証券業免許の相互承認（mutual recognition）を行わせることで、域内における証券会社の支店設立の自由とサービス提供の自由を実現している。つまり、EU加盟国のいずれかで証券業の免許を取得した証券会社は、自動的にEU域内のどこでも自由に業務を行うことができるようになるのである。その際、当該証券会社の監督・規制は、証券免許を付与した「本国（home country）」が行うことになっている（本国監督の原則）。但し、証券会社が他の加盟国で業務を行う場合には、その国の業務規則（ビジネス行動規範と呼ばれる）に従うことが義務づけられている。

このような証券免許を相互承認するシステムは「単一免許（single passport）」と呼ばれ、ブローカレッジ業務、ディーリング業務、ポートフォリオ・マネジメント業務、そして引受・分売業務の4つの「中核業務（core business）」（ISD付属表A）に適用される。カスタディ業務や投資アドバイス業務といった「非中核業務（non-core business）」（ISD付属表C）にも、中核業務を営む者が兼営する場合に限って適用される。

また、単一免許は、証券会社だけでなく「規制市場（regulated market）」にも及ぶ。規制市場とは、各国の規制当局が制定もしくは認めた条件で運営される証券取引所等で、規制当局への情報提供と、一般に対する一定の情報公開義務を負う。規制市場のリストは各加

¹ Directive 93/22/EEC (1993年5月10日採択、国内法化実施期限は1996年1月)

盟国が作成している。ISD は、規制市場が市場へのアクセス権を EU 域内の銀行系および非銀行系証券会社に開放し、実在のフロアを持たずに電子的な取引のターミナルを提供して遠隔会員を持つことを可能にした。

2. ISD 改正の背景

1) EU 金融市場規制改革の一部としての ISD 改正

ISD の改正は、1998 年に EU の金融市場の統合を深化させる目的で始められた金融市場規制改革における検討課題の一つである。

EU では、それまでに、人、物、サービス、資本の自由移動を実現するために様々な改革が行われてきた。特に、経済の発展にとって重要な金融市場においては、第二次銀行指令²と ISD で銀行業務および証券業務の自由化を行い、EU 金融市場の統合を実現してきた。それに加えて、1999 年に単一通貨（ユーロ）が導入され、2002 年 6 月には各国通貨が廃止され、EU が進めてきた、いわゆる経済通貨同盟が完成する。

それによって、真の意味での単一金融市場が誕生する。しかし、欧州委員会によれば、EU の金融市場には自由な金融活動を妨げる制度的な問題が残っており、単一通貨のメリットを十分に活かすことができない。そこで、クロスボーダー取引の障害を取り除き、金融市場の統合を深化させるために規制改革が開始されたのである。

まず、EU 理事会の指示を受けて、欧州委員会が 1998 年 10 月に「金融サービス：行動のためのフレームワークの構築」を発表した³。そこでは、EU の金融・資本市場の統合を深化させるための課題が、①法制度、②ホールセール市場、③リテール市場、④金融機関の監督体制、⑤市場統合のためのインフラ、の各面から分析された。

そして、このフレームワークを実行するために作成された行動計画が、1999 年 5 月の「金融サービス：金融市場のフレームワークの実施：行動計画」⁴（以下「行動計画」とする）である。

2) 「金融サービス：金融市場のフレームワークの実施：行動計画」の内容

行動計画は、ユーロ導入や電子取引の台頭といった金融市場の変化にあわせて市場の規制・監督方法を見直し、EU 金融市場の統合を深化させようとしている。その内容は、大き

² Second Banking Coordination Directive, 89/646/EEC.

³ Financial Services: Building a Framework for Action, COM(1998)625, 21.10.98.

詳しくは、落合大輔「EU 金融・資本市場統合の深化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』1999 年冬を参照。

⁴ Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM(1999)232, 11.05.99.

く①ホールセール市場、②リテール市場、③健全な監督構造、そして④効率的な金融市場に必要な一般的要件、の四つに分けられており、それぞれの検討事項が示されている。

ISD の改正は、ホールセール市場の検討事項の中で、証券およびデリバティブ市場の規制の見直しとして挙げられている。

その他の検討事項としては、①ホールセール市場に関しては、EU 域内での資金調達を容易にする制度、会計制度の統一、私的年金のフレームワーク、クロスボーダー取引における担保 (collateral) の相互承認、そして国際的な合併・統合規制など (19 項目) がある。また、②リテール市場に関しては、消費者保護を目的とした情報開示規則や紛争解決制度など (9 項目) が、そして③健全な監督構造については、金融コングロマリット、証券業、銀行業の健全性を保つための規則を高いレベルに維持することやクロスボーダー取引を促進するための相互承認など (10 項目) が挙げられている。最後の④効率的な金融市場に必要な一般的要件に関しては、各国のコーポレート・ガバナンスに関する法制度を調査して単一金融市場の発展の障壁となる点を明らかにすることや、税制政策グループの報告をベースにクロスボーダー取引の課税に関する指令を採択することなど (5 項目) がある。

行動計画の進捗状況に関しては、1999年5月の制定から2000年11月までに三回、ECOFINの要請で欧州委員会が調査および報告を行ってきた⁵。2000年11月に発表された第三次報告書によれば、既にいくつかの改正事項が実現されており⁶、その他の事項についても概ね順調に活動が進められているという。しかしながら、2005年までに行動計画を終了するために、第三次報告書では、今後半年間の最優先課題10項目が定められた (表1)。そして、今回発表された ISD の改正に関する欧州委員会のコミュニケーションは、その中に含まれていた。

表1 2000年11月～2001年4月の最優先検討事項

欧州委員会	EU 理事会と欧州議会
① 決算報告書に関する二つの指令の改正	①私的年金の健全性監督に関する指令
② EU 会計戦略のコミュニケーションに基づく立法	②有価証券集合投資スキーム (UCITS) に関する指令
③ 担保制度の国際化に関する指令	③欧州会社法
④ <u>投資サービス指令 (ISD) 改正のコミュニケーション</u>	④企業買収に関する指令
⑤ <u>ビジネス行動規範の適用に関するコミュニケーション</u>	⑤金融サービスの遠隔販売に関する指令
⑥ 相場操縦に関する指令	⑥保険引受会社の清算・再編に関する指令
⑦ 電子金融取引に関するコミュニケーション	⑦銀行の統合・再編に関する指令
⑧ 証券取引委員会の設立	⑧マネー・ロンダリング指令の改正
⑨ 金融コングロマリットの健全性規則に関する指令	⑨貯蓄課税に関する指令
⑩銀行・証券会社の資本フレームワークに関する指令	⑩企業課税に関する1997年12月法の施行 (欧州議会)

(出所) 第三次報告書より野村総合研究所作成

⁵ Financial Services Action Plan Progress Report, November 1999, Progress on Financial Services Second Report: COM(2000)336, May 2000, Financial Services Priorities and Progress Third Report: COM(2000)692/2 final, November 2000.

⁶ EU 会計戦略に関するコミュニケーションの発表や電子マネー指令の採択などが実現している。

行動計画の作成以降の動きとしては、2000年3月にリスボンで開催された首脳会議で行動計画の完了期限が2005年に設定され、その期限を達成するために新たに二つの委員会が設置された。一つは、欧州委員会、EU理事会、および欧州議会の協力体制を強化する目的で設置された「2005グループ(2005Group)」で、経済・金融委員会、加盟国代表、および金融サービス担当の欧州委員会委員で構成される。そしてもう一つが、今回立法手続きに関する中間報告を行った賢人委員会(the Committee of Wise Men)である。同委員会は、EUの証券市場規制の実施状況を調査し、行動計画で行われるISDの改正を迅速に実施する方法を検討するために、7月の経済相・蔵相理事会(ECOFIN)で結成された。

3) ISD改正の必要性

それでは、なぜISDの改正が金融市場規制改革の検討事項に入れられたのか。その答えは、EU証券市場の変化とISD自体の構造的な問題にある。

まず、EU証券市場の変化としては、近年、市場全体が拡大し、個人投資家による株式の売買が増加しており、ユーロの導入によってEU市場での投資活動が促進され、国境を超えた市場間競争が生じている(表2)。そのような環境の変化を受けて、ISDに関して次のような問題が生じている。

第一に、単一免許制度におけるATS(代替的取引システム)の取扱いが問題となっている。ATSは証券取引所以外で売買の付け合わせを行う取引システムであるが、大半の加盟国では証券会社として扱われている。しかし、ATSの中には伝統的な証券取引所と同じような機能を果たしているものもあり、欧州委員会はその規制方法を検討する必要性を指摘している。その他、単一免許に関しては、免許の対象範囲の見直しも必要だとしている。

第二に、規制市場に関する規制の見直しを検討している。規制市場はATSとの競争に加えて、他の加盟国の証券取引所とEU域内の取引注文をめぐって競争を繰り広げているが、欧州委員会によれば、EUの多くの取引所が最先端の技術を導入しているために技術革新によるこれ以上のコスト削減は困難であり、利益を増大させるためには売買高を増やすしかない。そこで、組織の拡大や合併提携による流動性の引き上げがなされているという。欧州委員会は、国境を超えた規制市場の再編を妨げないために規制・監督方法の調和が必要だと指摘している。また、規制市場の透明性の維持や、規制市場が株式会社化した場合の上場機能に関する規定、さらには特定の証券を規制市場でしか取引できないようにする「市場集中義務条項」を見直す必要も指摘している。

そして第三に、クロスボーダー取引の増大に伴って、市場参加者から清算・決済システムの統合の必要性が指摘されている。

次に、ISDの構造的な問題とは、ISDが原則だけを示し、その実施に関して詳細な規定を設けていないことを指している。詳細な規定がないゆえに各加盟国がISDを国内で実施する際に異なる解釈を行っており、その結果として規制の重複等の問題が生じ、クロスボー

ダー取引の拡大が妨げられているという。その最も顕著な例が、ISD11 条のビジネス行動規範である。

ISD は本国監督を原則としているが、ISD11 条 2 項は「サービスが提供された加盟国」が公益 (General Good) を実現するために他の加盟国の証券会社を規制することを認めている (ISD13 条、17 条 4 項、18 条 2 項、19 条)。しかし、ビジネス行動規範の範囲やその具体的な適用方法についての詳細な規定はなく、ガイダンスや統一した解釈を形成するためのメカニズムも欠如している。

以上の問題を解決するために、欧州委員会が、ISD 改正に関する二つのコミュニケーションを発表した。

表 2 EU 証券市場の最近の傾向

<p>①証券ビジネスの成長と株式需要の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 欧州企業の資金調達、1980 年代初めには 80% が銀行借入れであったが、現在は株式と社債が銀行借入れを上回っている。 ・ 1995 年から 1999 年にかけて株式売買高は年間 30% 以上の伸びを記録している。債券市場も同様の成長をしており、とりわけ不動産やローンの証券化商品が伸びている。社債の売買高も 1998 年には前年度比 18%、1999 年には同 58% の増加となり、社債発行の規模も 1999 年に倍増した。 ・ EU 証券市場では新規発行株式数と新規上場株式数が拡大し、市場の時価総額が増加している。1999 年には EU15 カ国の市場の時価総額は GDP の 109% (ユーロ 11 カ国では 85%) に達した。また、EU15 カ国の上場会社数は、1995 年の 6401 社から 1999 年の 8111 社 (ユーロ 11 カ国では 3475 社から 4416 社) に増加した。 ・ リテール市場=ドイツでは株式保有者が 1999 年に前年度比 25% 増で 600 万人以上となり、イギリスでは成人の 3 人に 1 人が株を保有している。現在、売買のほとんどは銀行や証券会社を通して行われているが、証券取引所や新しい取引システムは、個人投資家に直接サービスを提供するビジネスに注目している。また、オンライン証券会社が取引コストを引き下げ、加盟国内のオンライン口座数を急激に増やしている。 ・ ホールセール市場=米国ほど株式市場における機関投資家の役割は大きくないが、企業年金の運用規制が緩和されたことで、株式・投資信託ビジネスにおいて、欧州の企業年金が重要な買い手になると考えられる。投資信託市場では、1994 年と比較してポートフォリオにおける株式の割合が 20% 増加して平均 40% となった。但し、米国の 60% には依然として及ばない。 <p>②証券市場の単一化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ユニット・トラストのポートフォリオにおける国内株の割合が低下し、国際的な取引の件数と出来高が増加。 ・ 証券会社は複数の証券取引所の会員権を取得しているため、取引所と新取引システムは国境をまたいでオーダー・フローの獲得競争を繰り広げている。それを受けて、統合クリアリング・ハウスや中央カウンターパーティーの重要度が増している。但し、依然として証券を発行、流通させる際に本国市場を選択する傾向は残っている。 <p>③証券取引所および取引システム間の競争</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 欧州の ATS は、証券取引所を代替するものとしての役割を担うというよりも、機関投資家に特化したニッチ市場にサービスを提供している。現在、イギリスとドイツを中心に 20 以上の ATS が稼働している。 <p>④高まる清算・決済システムの統合要請</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ EU 各国の清算・決済システムを統合し、米国の 10 倍というコストを削減する必要が叫ばれている。 <p>⑤ボラティリティの高まり</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ニューエコノミー株のボラティリティが高まっている
--

(出所) 賢人委員会の中間報告書より野村総合研究所作成

3. ISD の改正事項に関する欧州委員会の提案

欧州委員会は、2000 年 11 月 16 日に「ISD 改正に関するコミュニケーション」⁷で改正の全体像を示すと同時に、ISD11 条に関する詳細な提案を「ISD11 条のビジネス行動規範の適用に関するコミュニケーション」⁸で発表した。

「ISD の改正に関するコミュニケーション」で欧州委員会が掲げた改正事項は、四つある。証券サービス自由化のための単一免許（single passport）を十分に機能させるための改正として（1）規制の重複問題（ISD11 条 ビジネス行動規範の問題）と（2）単一免許における ATS の取扱いと免許の対象範囲の問題、そして、証券取引所と取引インフラの構造的発展の結果必要となった改正として（3）規制市場の規制に関する事項と（4）清算・決済システムの統合問題である。

1) 規制の重複問題（ISD 11 条 ビジネス行動規範）

（1）各国の ISD 11 条の実施状況

ISD11 条 2 項は、「サービスが提供された加盟国」の規制当局がビジネス行動規範を制定し、他の加盟国の証券会社を規制することを認めている。欧州委員会によれば、サービスが提供された加盟国は、一時的なサービスと継続的なサービスの両方に自国のビジネス行動規範を適用しているのが実状であり、継続的なものに限定してビジネス行動規範を適用している国は 2 カ国しかない。その一方で、加盟国は、本国監督主義の原則に基づき、自国に設立された証券会社のサービスを国内取引かクロスボーダー取引かに関係なく監督している。その結果、証券会社には設立地である「本国（home country）」とサービスの輸出先である「受入国（host country）」の規則が二重に適用されるという状況が生じている。しかも、ビジネス行動規範の内容が各国で異なり、証券会社の負担を増大させている。

ビジネス行動規範の内容に関しては、ISD11 条 1 項が一般的な原則を定めている。具体的には、サービス提供者が①顧客利益の最大化と市場の健全性維持のために、正直かつ公平に十分な技術、十分な配慮そして注意を持って行動すること（顧客の財務状況、投資の経験、投資の目的等に関する情報を入手すること等）、②取引に関連する重要情報を開示すること（リスクの開示など）、③利益相反を防ぐように努力し、回避できなかった場合には顧客が公平な待遇を受けることを保障すること、④市場の健全性を促進するためにすべての規制に従うことなどを織り込むことが定められている。これら一般原則に基づき、各加盟国がビジネス行動規範を制定しているが、欧州委員会の分析によれば、リテール投資家保護のためのビジネス行動規範に関して、最良執行義務、利益相反、ディスカウント・

⁷ Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC), 16 November 2000.

⁸ The Application of Conduct of Business Rules under Article 11 of the Investment Services Directive (93/22/EEC), 16 November 2000.

ブローカーに対するビジネス行動規範の軽減の有無、契約期間の分類方法といった面で違いが認められるとのことである。他方、プロの投資家に関しては、各国とも類似の保護を施しているという。

また、各加盟国におけるプロの投資家とリテール投資家の分類基準が異なることも、証券会社の負担を大きくし、クロスボーダー取引を妨げる原因となっている。ISD は、プロの投資家とリテール投資家を区別し、それぞれの保護の必要性を考慮した規定を設けている（ISD 前文第 32 項、11 条 1 項）。しかし、その分類基準が定められていないため、加盟国で異なる基準が設けられているという。その結果、同じ投資家が同じ取引をしても、国によって異なる分類がなされる可能性があり、異なる義務が課されることになる。

（２）欧州委員会の提案

以上の ISD11 条の問題点を踏まえ、欧州委員会は、プロの投資家とリテール投資家の分類基準を明確にし、それぞれの保護の必要性に応じたビジネス行動規範の適用方法を提案している。

まず、プロの投資家とリテール投資家の分類に関しては、欧州証券委員会フォーラム（FESCO）⁹が作成したプロの投資家の定義（表 3）を用いることを提案している。但し、欧州委員会は、今後、新しい電子取引システムの浸透等で投資経験を積み重ね熟練度を増した投資家が増加すると考えられるため、将来的には定義の見直しが必要になるであろうと指摘している。その際には、保護のレベルの引き上げ（opt-up）と引き下げ（opt-down）のメカニズムを制定することも提案している。

⁹ EU 加盟国の規制当局によって構成される機関で、1997 年に結成された。当該機関の決定はすべて「合意」というかたちで進められ、加盟国に対する拘束力はない。

表 3 FESCO による投資家の分類

<p>第一分類 手続きやチェックなしにプロの投資家に認定される投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 信用機関（銀行：第二次銀行指令の規定） ・ 証券会社 ・ その他加盟国の免許を取得した金融機関（第二次銀行指令 1 条 6 項に該当するもの） ・ 保険会社 ・ 共同投資スキームとその運用会社 ・ 年金基金とその運用会社 <p>* 第一分類の投資家は、プロでない投資家としての扱いを受ける（保護を引き上げる）こともできる。</p>
<p>第二分類 リクエストがあればプロの投資家として扱われる投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ その他金融機関（第二次銀行指令 1 条 6 項の範囲外） ・ 大企業と組合（一定の基準以上のもの） ・ 機関投資家で金融商品への投資が設立目的ではないもの ・ 商品取引のディーラー ・ 公共法人 ・ 上場金融商品の発行者 などの大口・機関投資家 <p>* 投資家は、プロの投資家として扱われる場合に、どのような保護が失われるかについての説明を書面で受け、それらの保護を失うことについて合意する旨を書面で記さなければならない。</p>
<p>第三分類 リクエストがあればビジネス行動規範の一部（投資家の専門性に応じて適用される規定）に関してプロの投資家として扱われる投資家（熟練した個人投資家がプロの投資家として扱われるために設けられた類型）</p> <p>認定条件：次の三つのうち二つを充たすこと</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 過去 4 四半期にわたって 1 四半期に 10 回は大きな取引をしていること ・ ポートフォリオが 50 万ユーロ以上であること ・ 1 年間の証券業務におけるプロ経験があること <p>* 投資家は書面でプロの投資家として扱われることを希望する旨を記し、それによって失うことになる保護と権利についての警告を証券会社から受け、それらの保護を失うことを了承する旨を別途書面で記さなければならない。</p>

(出所) ISD 11 条のビジネス行動規範の適用に関するコミュニケーションより野村総合研究所作成

次に、ビジネス行動規範の適用方法に関して、欧州委員会は、EU 法の「比例性 (proportionality) 原則」という概念を用いて検討している。比例性原則とは EU 法の一般原則の一つで、適用される措置が公益を達成するために適切かつ必要なものでなければならず、複数の選択肢がある場合には最も負担の少ない措置を選択しなければならないというものである (EC 条約第 3b 条 3 段)。この原則は、サービスの提供に対する規制の適用にも用いられ、最近の欧州裁判所の判例¹⁰は「適用される規制は professional rule の目的に適ったもので、かつ、サービスの受け手を保護するためのものでなければならず、その目的を達成するために必要な範囲を超えてはならない。」としている。

そこで、欧州委員会は、受入国がビジネス行動規範を適用するためには、第一にサービス提供者の本国が同様の保護を実施しているか、第二に受入国によるビジネス行動規範の

¹⁰ Parodi v. Banque Albert de Bary, C-222/95[1997]ECR I-3899.

適用は公益の達成に比例した措置であるか、の二点を検討しなければならないとした。そして、二点目の比例性を判断するために「保護の必要性」基準を提案している。

保護の必要性基準によれば、プロの投資家は保護の必要性が低く、本国のビジネス行動規範に加えて受入国の行動規範を適用することに比例性を認めることは難しい。しかも、2002年1月に施行される電子商取引に関する指令で、いわゆるB to B取引やプロ同士の取引にはサービス「発生の国（country of origin）」の規制を適用することが定められている。欧州委員会は以上の事情を考慮し、プロの投資家に関しては、本国の行為規範のみの適用に一本化することを提案している。

これに対し、プロの投資家よりも厚い保護が必要となるリテール投資家に関しては、サービスが提供された国（受入国）の行動規範を適用することが好ましいとした。リテール投資家にとっては、自分の居住する国の救済措置を利用できる方が良いと判断したからである。但し、FESCOがビジネス行動規範の統一事項の作成を進めており、これが実現されれば、将来的には受入国の行動規範を適用する必要性が見直されるだろうとしている。

また、支店の扱いに関しては、サービスの受け手がプロの投資家、リテール投資家のいずれの場合においても、受入国による監督が適しているとした。支店が所在する加盟国の規制当局の方が、支店の監査証跡（システムの利用状況を示す記録）に直接アクセスしやすいからである。

2) 単一免許（single passport）

（1）代替的取引システム（ATS）の扱い

ATSの法律上の扱いは、多くの加盟国では取引所と証券会社のいずれかを選択するかたちになっており、ほとんどのATSが証券会社としての認可を選んでいる。但し、イタリアのように運営方法や取扱い商品を報告すればATS運営に免許は必要ないとする国もあれば、スペインのようにATSをすべて取引所として扱う国、またはギリシャのように個別のATSごとに対応する国もある。ISDではATSの定義やその監督方法に関する規定が存在しないため、ATSをISDでどのように扱うかが問題となる。

FESCOが欧州委員会に提出した報告書では、短期的にはATSを証券会社として扱うことが提案されている¹¹。FESCOの分析によれば、ATSはISDにいう証券会社に該当すると解釈できる。そして、ATSを規制する上で考慮すべき諸問題（取引システムへのアクセスや最良執行といった投資家保護の問題、市場の分裂や市場監督がないことによる市場の健全性の問題、およびシステムミック・リスク問題）には、ISD10条が定める証券会社の健全性を維持するための規則と、11条に基づき加盟国が制定するビジネス行動規範で対応することができるという。但し、ATSの認可に際して必要な届出事項、売買価格に関する情報開

¹¹ The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe, FESCO/00-064c.

示、報告義務、および市場規制に関しては新たに規則を設ける必要があるとし、場合によっては各国のビジネス行動規範を変更することも必要だとしている。加えて、最良執行規則を ATS にどのように適用するのかという点と、最良執行を実現するために価格情報の統合方法について検討する必要も指摘している¹²。

但し、欧州委員会は、ATS の中でも売買高が大きいものには、規制市場の規定を適用することが適当だとしている。そして、そのような ATS に対しては、取引報告、透明性、情報開示に関する規制を適用することを提案している。

(2) その他単一免許に関する提案

ATS の取扱い以外に、単一免許に関しては、その対象範囲の再評価が提案されている。その中で、ISD2 条 2 項および 4 項にある単一免許の適用除外業務のリストと、現在、中核業務を営む者が兼営する場合以外には単一免許の対象とならない非中核業務（カस्टディ業務等）を再評価し、必要ならば範囲を拡大するべきだとしている。

3) 規制市場

(1) 規制市場に関する規制の見直し

欧州委員会は、規制市場の発展を促すために、次の四点を改正事項として提案している。

第一に、規制市場の上場機能について検討する必要があるとしている。ISD は、規制市場の特徴の一つとして、上場認可の条件に関する指令 (79/279/EEC) が適用される証券に関しては当該指令に従って上場の認可を行う点を挙げている。欧州委員会によれば、規制市場は、この規定を一つの根拠として自市場で流通する証券に対しては必ず上場の認可を行うのが慣習となっている。そして、そのような慣習は規制市場にとって多大な負担となっており、競合関係にある他の規制市場が同じ証券を扱う場合にも改めて上場の認可をしなければならないことから、市場間の競争が制限されているという。そこで欧州委員会は、上場の認可と流通の認可を切り離すことを提案している。

しかしながら、規制市場に上場機能は不要であると定めると、規制市場が株式会社化した場合などに、費用のかかる上場機能を手放す可能性がある。そこで欧州委員会は、第二点目の提案として、取引所が株式会社化した場合の上場機能や情報開示規制を再検討する必要を指摘している。また、株式会社化をした取引所には、上場認可にかかる諸経費の分担や価格に影響を与える情報の開示に関する規則を制定することを提案している。それによって、利益追求型の取引所が、競合市場による一種のただ乗りを嫌って上場機能を放棄し、結果的に市場の質が危険にさらされることを回避しようとしている。

第三に、加盟国が特定の金融商品について規制市場で取引を行うことを義務づけること

¹² FESCO の報告書は、将来的には「規制市場」という概念自体を「取引システム」に変更し、取引所、ATS、およびその他の取引システムを包括的に規制することも提案している。

ができる「市場集中条項（ISD14 条 3 項）」の意義や利用状況を検討することを提案している。というのも、市場集中条項は規制市場間の競争を制限するために利用されるおそれがあり、投資家の保護は「最良執行義務」など市場参加者に対する行為規制で実現する方が良いと考えられるからである。また、ISD15 条 5 項は、加盟国に自国における市場の新設を制限する権限を与えているが、欧州委員会は、この権限に関しても、他の加盟国で認可された規制市場に対する参入障壁として利用されないように見直す必要があるとしている。

第四に、各加盟国の規制市場の透明性を均一にするための規定を設けることを提案している。電子的な取引システムが浸透してきたことで、透明性の確保が特に重要となっているからである。ISD21 条は、規制市場の情報開示を促進する責任を各国規制当局に課している。しかし、欧州委員会の調査によれば、実際には規制市場の透明性には国によって大きな差があるという。とりわけ、取引の透明性に関する規制の格差が大きいのは機関投資家による売買である。いくつかの加盟国の市場では機関投資家の売買は場外で行われており、市場における流動性の低下や価格形成機能の減少を引き起こすおそれがあるという。また、複数の異なる価格形成プラットフォームがある場合には、システム間での注文回送を促進する必要があると指摘している。

（2）規制市場の構造的な発展への対応

最近、国境を超えた取引所の合併にあたって、各加盟国の規制や監督方法が違うために、合併した取引所においても取引を一カ所に集約するのが困難であることが注目されている。このため、欧州委員会は、取引所間の合併に関する EU レベルでの統一した見解が必要だとしている。そして、それは合併や提携が発生するたびに示すのではなく、売買、情報開示、透明性、市場の健全性、および監督と規制の水準といった「高いレベルでの共通原則」として示すことを提案している。なお、この新たな共通原則の適用範囲に関しては、①広く個人投資家が取引していて株式を扱う規制市場に限定する、②商品デリバティブなど ISD の対象となっていない金融商品を扱う取引システムも含めてすべての市場とする、という二つのアプローチが提案されている。

4) 清算と決済

規制市場の清算・決済機能への遠隔地からのアクセスに関しては、ISD15 条 1 項が、規制市場への参加と当該規制市場が提供する清算・決済機能の利用はセットで提供されなければならないとしている。しかし、清算・決済サービスの自由化には、依然として問題が残されている。たとえば、ある国の中央銀行が、清算に必要な口座を他国の証券会社が開設することを拒否する場合、遠隔会員は証券取引の清算・決済だけのためにその国の銀行で口座を開かなければならない。欧州委員会は、このような状況が改善されなければ、清

算・決済システムの遠隔利用は阻害され、クロスボーダー取引は発展しないとしている。

決済に関しては決済システム間のリンクが検討されているが、法律面では、クロスボーダー取引による証券所有権の有効な移転が問題となっている。また、清算に関しては、セントラル・カウンターパーティーとそれによる多国間でのネットィングが導入されているが、これらシステムは効率性を高める反面、システミック・リスクを引き起こすおそれがある。そこで、欧州委員会は、各国レベルで行われているクリアリング・ハウスの監督やリスク管理を EU レベルでの監督・規制に収斂し、加盟国間の協力が有効に行われるためのメカニズムを形成しなければならないとしている。

4. ISD 改正の実施方法に関する賢人委員会の提案

1) EU 法の実施に関する問題点

欧州委員会が ISD の改正の内容に関する提案を行ったのに対し、賢人委員会が 2000 年 11 月 9 日に発表した中間報告¹³は、ISD の改正を迅速に実施するための方法に関するものである。

賢人委員会が市場関係者に対して実施したヒアリング（表 4）によれば、EU 法は採択に時間がかかる上に内容が抽象的で、各加盟国による国内法化も不十分であることから、国境を越えたビジネスの発展が阻害されているというのが一般的な感想となっている。また、各国規制当局間の協力体制もなく、加盟国政府の調査や制裁の権限について定めた規定もない。賢人委員会は、このような状況を早急に改善するために、条約の範囲内で短期で実行できる解決方法を検討する必要があるとしている。

表 4 EU 証券市場規制の欠陥

- | |
|--|
| <p>① 政治的な働きかけがある場合を除いて、法律の採択までに要する時間が平均 3 年と長い。（UCITS 指令案は既に 2 年、企業買収指令においては 11 年も審議が続いている）</p> <p>② 政治的な合意を得るために抽象的な文言になりやすく、各国で解釈が異なることが多い。</p> <p>③ 国内法化の遅延が多く、遅れた加盟国に対して EU 法違反を理由とする訴訟が提起されたことはほとんどない。</p> <p>④ 年金基金、国際的会計基準、会社法などの重要分野について EU レベルで十分な規定がない。</p> <p>⑤ 市場の発展に応じて EU の指令を改正する迅速なメカニズムが欠如している。</p> <p>⑥ 各国規制当局間の協力義務や通知手続きがなく、情報の共有が不十分。</p> |
|--|

（出所）賢人委員会の中間報告書より野村総合研究所作成

2) 中間報告時点での提案

¹³ Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 9 November, 2000.

賢人委員会は、金融サービスの行動計画を 2005 年ではなく 2004 年までに完了するよう、政治的な働きかけをするべきだと提案し、行動計画を実施期限までに終了させるためにも、迅速な立法手続きが必要だとしている。

委員会が提案した立法手続きは、4 段階構成となっている。その特徴は、基本方針を通常の立法手続きを用いて指令や規則で制定し¹⁴、それを実施するためのテクニカルな規則をコミトロジー (comitology) 手続きを用いて制定する点にある¹⁵。テクニカルな規則は、欧州委員会と加盟国代表で構成される EU 証券委員会 (EU Securities Committee) が、各国規制当局で構成される規制当局委員会の支援を受けながら制定する。EU 証券委員会が制定する規則は EU 法の一部となり、加盟国を拘束する。また、テクニカル規則の更新が必要となった場合には、EU 証券委員会が責任を持って改正することになる。EU 証券委員会と規制当局委員会は、EU 理事会と欧州議会に年次活動報告書を提出し、それとは別に欧州議会に対して定期的に活動報告を行う義務を負う。

この委員会の提案が 2001 年のストックホルム首脳会議で承認されれば、2001 年末の導入を目指すことになる。そして、同手続きが上手く機能しているかを継続的に監視するために、半年ごとのチェックを行って EU 理事会と欧州議会に報告書を提出し、2004 年には包括的な見直しを行う予定である。

なお、賢人委員会は、EU 条約を改正して単一規制機関 (米国 SEC のようなもの) を設置するのは、現段階では適切でないと判断した。その理由は、①単一市場を適切に機能させるための基本的な規則の調和がまだ行われていないから、②現体制の欠陥を補うために迅速な行動が必要であり、そのためには条約の範囲内での改革が求められているから、そして③単一規制機関のような改革に実効性があるか否かを確認するためにはある程度の時間が必要であるから、の三点である。

単一規制機関の設置にフランスが積極的であったのに対し、英国金融サービス庁のハワード・デービス長官は反対の意向を表明していた。委員会が行ったヒアリングによれば、その他市場関係者も、現段階で単一規制機関を設置することに反対している。但し、賢人委員会は、今回提案した四段階の手続きが上手く機能しなかった場合には、EU 域内の金融サービス規制を統括する単一規制機関の設立を検討するべきだとしている。

図 1 賢人委員会の提案する立法手続き

¹⁴ 基本法を定めるにあたって「規則」という法形式を用いることを提案したのは、「指令」を適用するためには加盟国による国内法化が必要であるのに対し、「規則」は国内法化しなくても「直接適用」することができるからである。指令の国内法化には最長 18 ヶ月の準備期間が与えられるため、速やかな直接適用ができる規則を用いることで、法の実施を早めることができる。

¹⁵ コミトロジー手続きとは、EU 理事会が EU 法の実施に関する権限を欧州委員会に委任する手続きのことである。欧州委員会は、加盟国代表と欧州委員会とで構成されるコミトロジー委員会 (EU 証券委員会がそれにあたる) を設置し、実施に関する法を制定する。なお、実施に関する法が欧州委員会に委任された権限を超えていると欧州議会が判断した場合には、欧州委員会は法の見直しを行う。

第一段階：EU 法（指令・規則）で基本的な枠組みを制定する。

- ・ 欧州委員会が提案をし、EU 理事会と欧州議会が協力手続きに基づいて採択。この際、fast track 制度を用いることができる。
- ・ 実施を迅速化し正確性を改善するために、指令だけでなく規則という法形式も用いるようにする。

第二段階：コミトロジー手続きに基づき EU 証券委員会を設置し、EU 法で定められた枠組みを実施するためのテクニカルな規則を制定する。

- ・ EU 証券委員会は、各国の規制当局で構成される委員会（FESCO に類似するがその位置づけと役割が明確に定められた委員会）の支援を受ける。
- ・ EU 証券委員会が制定するテクニカルな規則は、加盟国を拘束する。
- ・ 市場関係者が、規制当局委員会と欧州委員会に定期的に情報の提供を行う仕組みを設ける。

第三段階：加盟国における実施。

- ・ 加盟国の規制当局は法の解釈について共同議定書を作成し、また、規制当局委員会による規制が首尾一貫したものになるようチェックする手続きを形成するべきである。
- ・ 加盟国は、規制の実施に携わる機関に十分な権限を与えなければならない。

第四段階：実施の促進。

欧州委員会の精力的な活動と規制当局間の協力体制の強化により、各加盟国による法の実施を促進。

（出所）賢人委員会の中間報告書より野村総合研究所作成

5. 今後の動き

今後、賢人委員会による ISD の立法手続き案については、中間報告での提案に対する加盟国や市場関係者の反応を取り入れながら審議を続け、2001 年 3 月のストックホルム欧州首脳会議に先駆けて、2 月中旬に最終提案を ECOFIN に提出することになっている。また、欧州委員会による ISD の改正案も、今回の提案をベースに欧州議会、各国規制当局、市場関係者、および関連団体の意見を反映させた改正案を作成し、2001 年 3 月以降に理事会と欧州議会に正式に提出する予定である。ここで 2001 年 3 月以降となっているのは、賢人委員会の最終提案を ISD の改正案に盛り込むためである。

欧州委員会が二つのコミュニケーションで示した提案は、プロの投資家を対象としたサービスについてサービスが提供された国（host country）によるビジネス行動規範の適用を取りやめることや、加盟国が特定の証券の売買を規制市場に集中させることのできる「市場集中条項」の見直しを挙げるなど画期的な内容になっている。また、ATS に関しては原則として証券会社として規制しながら投資家保護や健全性の維持のために追加的な義務を

設け、売買高の大きいものに関しては規制市場として扱うとしている。このように売買高の大きさに応じて証券取引所に対する規制を適用するというのは、米国の ATS 規制と基本的に同じ考え方である。

他方、賢人委員会が提案した立法手続きは、EC 条約の枠内の措置であって、かつ各国規制当局が共同で ISD の詳細な実施規定を設けられるように工夫されている。今回の提案では、EU 証券市場の単一規制機関の設置は、基本的な証券市場規制の調和が実現されていない上に、今の EU に求められているのは条約の改正を必要としない迅速な措置であるという理由で見送られた。しかし、賢人委員会が提案した手続きが上手く機能しなかった場合には、単一規制機関の設置も考慮すると記している。

現在、両委員会は 2001 年 2 月以降の正式な提案に向けて準備をしている訳だが、今回発表された提案がどこまで採用されるのかに注目したい。

(平松 那須加)

(参考) EU 証券市場規制をめぐる動き

1993 年	投資サービス指令 (ISD) 証券会社の自己資本規制指令 (CAD)
1998 年 10 月	「金融サービス：行動のためのフレームワークの構築」
1999 年 1 月	ユーロ導入
5 月	「金融サービス：金融市場のフレームワークの実施：行動計画」
11 月	行動計画の進捗状況に関する第一次報告
2000 年 3 月	リスボン首脳会議 ①行動計画の実施期限を 2005 年に設定 ②2005 グループおよび賢人委員会の設置を決定
5 月	行動計画の進捗状況に関する第二次報告
7 月	ECOFIN が賢人委員会を結成
11 月	賢人委員会の中間報告書 ISD の改正に関するコミュニケーション ISD11 条のビジネス行動規範の適用に関するコミュニケーション

(出所) 野村総合研究所